

Acabando con la inestabilidad



Las reformas monetarias ayudaron a cinco países latinoamericanos a superar ciclos de crisis y lograr la estabilidad económica

Jorge Iván Canales-Kriljenko, Luis I. Jácome, Ali Alichí e Ivan Luís de Oliveira Lima

HACE poco más de dos décadas, gran parte de América Latina afrontaba inestabilidad financiera, crisis cambiarias e incluso hiperinflación. Esta dolorosa situación se tornó repetitiva y tuvo un grave impacto socioeconómico: la producción se deterioró, muchos perdieron el empleo y, en algunos casos, los ahorros de toda una vida.

Pero las cosas han cambiado, sobre todo en cinco de los países más grandes de América Latina —que denominaremos grupalmente “AL5”— donde se origina alrededor de 80% del producto interno bruto (PIB) regional: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Ellos han marcado la pauta en una región que superó la crisis financiera mundial para transformarse en uno de los mercados emergentes más vigorosos. ¿Cómo lograron este cambio radical que hace dos décadas para la mayoría habría parecido inalcanzable?

Aunque muchos factores contribuyeron —incluyendo la buena suerte—, dos aportes cruciales fueron las reformas institucionales de los bancos centrales y la modificación de los marcos de política monetaria. Estas extensas reformas no ocurrieron de la noche a la mañana, y surtieron efecto principalmente porque durante algo más de una década los países de AL5 aplicaron también políticas fiscales y financieras responsables que redujeron la vulnerabilidad a sucesos adversos. En consecuencia, los bancos centrales pudieron mantener la estabilidad de precios y afianzar la credibilidad en la política monetaria, lo cual, a su vez, les permitió guiar con más facilidad las expectativas inflacionarias de particulares y empresas. Este fortalecimiento de la función del banco central fue fruto no solo de un mandato antiinflacionario claro, sino también de mejoras en varios ámbitos tales como la concesión de autonomía política acompañada del requerimiento de rendir cuentas, una mejor formulación y ejecución de la política monetaria, así como una mejor comunicación y una mayor transparencia. Estas reformas fueron fundamentales para mantener a estas economías a resguardo de los peores efectos de la crisis financiera y económica mundial (véase “Sustentar la transformación de América Latina”, en esta edición de *F&D*).

Mayor autonomía y rendición de cuentas

En la mayoría de los casos, los bancos centrales de AL5 recibieron de nuevas leyes monetarias el mandato primordial de mantener la estabilidad de precios, y gozaron de amplia autonomía para plasmarlo y, de ser necesario, oponer resistencia

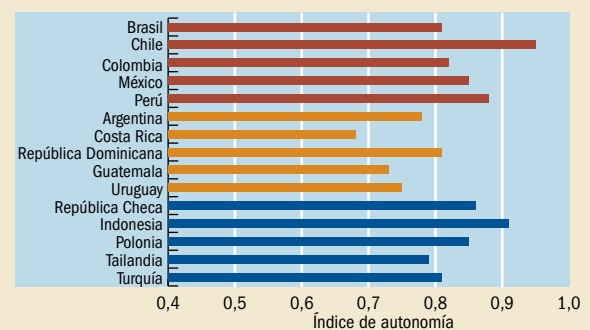
a las presiones políticas y de grupos de interés. Un hito de la reforma en la mayoría de los países fue que, al impedir que el ejercicio en funciones de los miembros del directorio del banco central coincidiera con el del presidente de la nación, se rompió el vínculo entre las decisiones de política monetaria y el ciclo político. Asimismo, se facultó a los bancos centrales a controlar la tasa de interés de política monetaria, y se prohibieron o se limitaron los préstamos directos al gobierno. A cambio de esta autonomía, la nueva legislación impuso una rendición de cuentas más estricta ante los mercados y la sociedad en general, exigiendo a los bancos centrales que divulguen y expliquen sus políticas, objetivos y resultados.

Hoy, los bancos centrales de AL5 están entre los más autónomos de América Latina y en ese aspecto superan ligeramente a los de muchos otros mercados emergentes importantes (véase el gráfico 1). Pero eso no significa que no haya más margen para seguir avanzando. Brasil, por ejemplo, podría reformar la ley incorporando la autonomía que su banco central posee en la práctica desde hace 16 años. Los bancos

Gráfico 1

Reina la independencia

Los bancos centrales de AL5 están entre los más autónomos de América Latina y superan ligeramente a los de otros mercados emergentes que también usan metas de inflación.



Fuente: Canales-Kriljenko et al. (2010).

Nota: El índice de autonomía utilizado clasifica la independencia del banco central frente al proceso político en base a numerosos criterios: por ejemplo, cuál es su mandato jurídico, cómo formula sus políticas, si le otorga o no crédito al gobierno y cómo rinde cuentas ante la sociedad. El índice va de 0 (mínimo de independencia) a 1 (máximo de independencia). Otros países latinoamericanos son Argentina, Costa Rica, Guatemala, la República Dominicana y Uruguay. Otros mercados emergentes son Indonesia, Polonia, la República Checa, Tailandia y Turquía.

centrales de Colombia y Perú podrían hacer más por aislar del ciclo político la selección de los miembros del directorio; en tanto que México y Chile podrían exigir a través de la ley que los gobiernos mantengan el banco central debidamente capitalizado.

Políticas más sólidas

Con un mandato claro de estabilidad de precios, los bancos centrales de AL5 adoptaron un régimen de metas de inflación como base para la política monetaria. De esa manera flexibilizaron la política monetaria y lograron anclar las expectativas inflacionarias de los mercados. Para cumplir mejor su mandato, los bancos centrales permitieron una mayor variabilidad de la tasa de cambio, reorganizaron sus técnicas operativas y terminaron optando por una tasa de interés de corto plazo —la “tasa de política monetaria”— como objetivo operativo para lograr sus metas de inflación. A la “tasa de política monetaria” se le asignó el rol de señalar los cambios en la orientación de la política monetaria: el banco central la sube cuando las presiones inflacionarias recrudecen, y la baja cuando disminuyen. Los bancos centrales de AL5 también ampliaron y refinaron las herramientas empleadas en las operaciones de mercado abierto, lo cual les permitió conservar el equilibrio entre la demanda y la oferta de liquidez en la economía, y mantener las tasas de mercado cercanas a la “tasa de política monetaria”. Eso les exigió tener una mejor capacidad para pronosticar los principales factores que influyen en dicha liquidez, tales como, por ejemplo, la demanda de dinero y los flujos de efectivo del gobierno.

Mayor transparencia

Estas reformas e innovaciones se beneficiaron de un mayor grado de comunicación y transparencia para imprimir más eficacia y

credibilidad a la política monetaria. Con el correr del tiempo, los bancos centrales de AL5 fueron explicando mejor su estrategia global y sus decisiones de política. Desde hace más o menos una década preparan informes de inflación o de política monetaria tres o cuatro veces al año y los divulgan ampliamente. Fijan la tasa de política monetaria en reuniones anunciadas de antemano, explican la racionalidad y el objetivo de esas decisiones y, en algunos casos, dan a conocer al público las actas de esas reuniones. Asimismo, los bancos centrales de AL5 se mantienen en constante comunicación con el mercado y emiten comunicados de prensa de ser necesario. También publican datos sobre las opiniones del mercado en torno a variables macroeconómicas críticas —en particular, las expectativas sobre inflación y actividad económica—, junto con sus propias proyecciones. Esta amplia disponibilidad de datos ha contribuido a afianzar la confianza del público porque los participantes en el mercado pueden comprobar, a un costo razonablemente bajo, que los encargados de la política monetaria están actuando en conformidad con los objetivos declarados.

Junto con las extensas reformas monetarias, los gobiernos mejoraron significativamente las políticas de tributación y gasto público, así como la supervisión y regulación bancarias. Aprovechando el *boom* de precios de las materias primas y las condiciones financieras mundiales favorables imperantes en 2003–07, los países de AL5 pudieron acumular recursos fiscales y externos —y con ello redujeron el riesgo que representa la carga de la deuda pública e incrementaron sus reservas internacionales— para amortiguar el impacto negativo de eventos económicos externos. Al mismo tiempo, reforzaron la regulación y la supervisión para evitar crisis que pudieran terminar en grandes rescates de instituciones insolventes. Estos cambios contribuyeron a limitar las vulnerabilidades económicas y financieras, y ayudaron a los bancos centrales a mantener una política monetaria creíble y flexible.

Las pruebas de fuego

El salto en los precios de los alimentos y los combustibles en 2007, y la crisis financiera internacional que entró en su fase más crítica tras el colapso de la empresa de inversiones Lehman Brothers en Wall Street en septiembre de 2008, pusieron a prueba la solidez de las economías latinoamericanas, y del resto del mundo.

Los elevados precios de las materias primas, sumados a las presiones de la demanda en algunos países, empujaron la inflación por encima de las metas fijadas en los países de AL5. A fin de evitar en lo posible que se transmitieran a la “inflación subyacente” (que no refleja los precios de la energía ni de los alimentos), los bancos centrales endurecieron la política monetaria subiendo las tasas de interés, hasta alcanzar sus máximos valores a mediados de 2008. Como consecuencia de la afluencia de capitales desde el exterior y de los términos de intercambio favorables, las monedas nacionales tendieron a apreciarse, lo cual contribuyó a moderar las presiones inflacionarias porque los costos de las importaciones se mantuvieron bajos. La intervención oficial en el mercado de cambios y la acumulación de reservas variaron entre los países de AL5.

Por el contrario, la crisis financiera mundial produjo un fuerte aumento de la aversión al riesgo, y su consecuencia fue una interrupción repentina de la inversión interna y externa y salidas de capitales. El comercio mundial también se desmoronó y se produjo una recesión mundial que suavizó las presiones inflacionarias. Anteriormente,

El respaldo de las reservas internacionales

Cuando las condiciones financieras externas eran favorables, y los precios de exportación, elevados, los bancos centrales de AL5 acumularon considerables reservas internacionales.

Cuando la situación externa empeoró, los bancos centrales usaron esas reservas para aliviar la falta de liquidez en moneda extranjera y moderar la depreciación de sus monedas. Brasil y México vendieron casi 10% de sus reservas internacionales, pero aun así sufrieron la mayor depreciación: alrededor de 30% entre agosto de 2008 y febrero de 2009. Perú, la economía más dolarizada de la región, utilizó casi 20% de sus reservas internacionales en un par de meses y su tipo de cambio se depreció en menor grado (11%).

En el medio se encuentran Chile y Colombia, que permitieron una depreciación más fuerte que la de Perú y vendieron menos reservas. Además del soporte de sus propias reservas internacionales, algunos bancos centrales de AL5 obtuvieron respaldo externo adicional ante la incierta magnitud de la crisis financiera mundial. Colombia y México accedieron a la nueva Línea de Crédito Flexible del FMI —reservada para países con políticas y marcos institucionales sólidos— que les permitiría obtener crédito de ser necesario. Brasil y México establecieron una línea de canje (“swap”) de hasta US\$30.000 millones con la Reserva Federal de Estados Unidos.

Los bancos centrales de AL5 también utilizaron otras técnicas para ampliar la disponibilidad de divisas en sus economías. Por ejemplo, Brasil y Chile recurrieron a canjes (“swaps”) de divisas.

esas salidas repentinas de capital habían atizado crisis monetarias y bancarias en América Latina. Esta vez, gracias a la mayor efectividad de la política monetaria —sumada a condiciones económicas más sólidas y mejores políticas fiscales—, los bancos centrales de AL5 lograron mantener la estabilidad y al mismo tiempo manejar las amplias fluctuaciones de los tipos de cambio reales.

Como las políticas monetarias inspiraban confianza, las expectativas inflacionarias se mantuvieron dentro de los niveles deseados, y los países de AL5 pudieron permitir, en diferente medida en cada caso, que la disminución del tipo de cambio nominal absorbiera mayormente el impacto de la crisis mundial sin preocuparse demasiado por los efectos inflacionarios. Pero en vista de la aguda incertidumbre imperante en los mercados financieros internacionales, los bancos centrales no abandonaron el tipo de cambio totalmente a la merced del mercado y, por tanto, vendieron en los mercados de cambios volúmenes significativos de reservas internacionales y revirtieron las medidas encaminadas a absorber la liquidez en divisas (véase el recuadro).

Pese al fuerte retroceso de los tipos de cambio, que encareció las importaciones, el público confió que la inflación se mantuviera

baja. Concretamente, las encuestas mostraron que las expectativas inflacionarias a 12 meses permanecieron dentro de las bandas deseadas durante la mayor parte de la crisis, incluso cuando la inflación efectiva las superó (véase el gráfico 2). Eso lleva a pensar que, gracias a la credibilidad de los bancos centrales, los mercados pudieron distinguir entre una inflación cíclica de corto plazo y tendencias a largo plazo.

Amortiguar el golpe de la recesión

Para comienzos de 2009, cuando la crisis financiera se había convertido en una recesión mundial, los bancos centrales de AL5 comenzaron a recortar las tasas de política monetaria para promover la recuperación. Esos recortes se ajustaron a las proyecciones de la inflación y la posición de cada país dentro del ciclo económico. Como las tasas estaban altas antes de la quiebra de Lehman, la mayoría de los bancos centrales de AL5 pudieron bajarlas significativamente, a diferencia de las economías avanzadas, donde ya estaban casi en cero. Pero al igual que en las economías avanzadas, los bancos centrales de AL5 adoptaron distintas medidas para solucionar la falta de liquidez en la economía; por ejemplo, facilitaron el acceso a sus servicios de suministro de liquidez y redujeron los encajes legales. Si bien estas decisiones tendieron a moderar las tendencias recesivas, teniendo en cuenta los efectos rezagados de la política monetaria, el nivel elevado de las tasas de interés internas imperantes antes de la crisis mundial —inesperada— podría haber limitado el impacto favorable del relajamiento monetario en estos países.

Frente a este cambio drástico en la dirección de la política monetaria, la comunicación fue crucial. Los bancos centrales explicaron a los mercados sus decisiones y objetivos. Recalaron que las perspectivas de baja inflación y recesión económica justificaban un recorte inusualmente profundo de las tasas de política monetaria. Señalaron la necesidad de políticas monetarias expansivas para mantener condiciones de liquidez normales, haciendo así referencia implícita a un objetivo de estabilidad financiera. Pero al mismo tiempo transmitieron claramente el mensaje de que, en cuanto surgieran presiones inflacionarias, comenzarían a adoptar una política monetaria más restrictiva, lo cual ya ha ocurrido en Brasil, Chile y Perú.

Aun así, pese al éxito reciente, estos países no pueden darse por satisfechos porque ya tienen otro reto por delante. Los países de AL5 supieron recuperarse con energía de la desaceleración mundial dejando rezagadas a las economías avanzadas y ahora son nuevamente uno de los destinos preferidos de la inversión extranjera. Sin embargo, la efectividad para afrontar la reciente escalada de ingresos de capitales de corto plazo a sus economías será una prueba más de su capacidad para controlar los riesgos en torno a la estabilidad financiera y económica. ■

Jorge Iván Canales-Kriljenko es Economista Principal en el Departamento de África del FMI; Luis I. Jácome es Subjefe de División en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI; Ali Alichí es Economista en el Departamento de Asia y el Pacífico del FMI, e Ivan Luís de Oliveira Lima es Asesor en Asistencia Técnica en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Este artículo se basa en el estudio IMF Working Paper 10/292, "Weathering the Global Storm: The Benefits of Monetary Policy Reform in the LA5 Countries", de los mismos autores, publicado en diciembre de 2010.

Gráfico 2

Confianza en las metas de inflación

Las expectativas de las empresas y los consumidores en torno a la inflación permanecieron dentro o cerca de las bandas fijadas como meta por los bancos centrales de AL5, aun cuando el alza de precios de las materias primas incrementó la inflación en estos países en 2007–08.

